

ADVOLIS
représentée par Hugues de NORAY
13, avenue de l'opéra – 75001 PARIS
Commissaire aux comptes
Membre de la Compagnie Régionale de Paris

FIDELIANCE AUDIT
représentée par Jean-Luc FLABEAU
78, rue Paul Jozon – 77300 FONTAINEBLEAU
Commissaire aux comptes
Membre de la Compagnie Régionale de Paris

TIKEHAU CAPITAL

Société en commandite par actions au capital de 1.233.596.976 €

RCS de Paris 477 599 104

32, rue de Monceau

75008 Paris

**RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX APPORTS
SUR LA REMUNERATION DES APPORTS**

**Apport des actions TIKEHAU INVESTMENT MANAGEMENT à la société TIKEHAU
CAPITAL par [REDACTED]**

Projet de Traité d'apport du 11 décembre 2017

**RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX APPORTS SUR LA REMUNERATION DES
APPORTS DEVANT ETRE EFFECTUES PAR [REDACTED]
A LA SOCIETE TIKEHAU CAPITAL**

Projet de Traité d'apport du 11 décembre 2017

Mesdames, Messieurs les actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance du Président du Tribunal de Commerce de Paris, en date du 22 novembre 2017, dans le cadre de l'opération d'apport d'une partie des titres de la société Tikehau Investment Management, par [REDACTED] (l'apporteur), à la société Tikehau Capital (la société bénéficiaire), nous avons établi le présent rapport sur la rémunération de l'apport, étant précisé que ce rapport est établi à votre demande conformément à la recommandation de l'Autorité des Marchés Financiers. Notre appréciation sur la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération des apports a été arrêtée dans le projet de Traité d'apport signé par les représentants des parties concernées en date du 11 décembre 2017. Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de la rémunération. A cet effet nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées à l'apport et aux actions de la société sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le caractère équitable de la rémunération proposée par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes. Notre mission prenant fin avec le dépôt du rapport, il ne nous appartient pas de mettre à jour le présent rapport pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

A aucun moment nous nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévu par la loi.

Enfin, vous êtes également appelés à approuver les apports à Tikehau Capital d'actions de préférence détenues par sept autres actionnaires salariés de la société Tikehau Investment Management ainsi que leur rémunération respective. Ces opérations concomitantes ont donné lieu de notre part à l'émission de rapports distincts sur la valeur des apports et leur rémunération. Réalisées dans un contexte similaire et selon les mêmes modalités, ces opérations sont juridiquement autonomes.

Nous vous prions de trouver ci-après nos constatations et conclusions présentées dans l'ordre suivant :

1. Présentation de l'opération et description des apports
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées à l'apport et aux actions de la société bénéficiaire
3. Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée
4. Conclusion

1. Présentation de l'opération et description des apports

1.1. Contexte et motivation de l'opération

Au terme d'une opération de réorganisation du capital réalisée en décembre 2016, le capital de la société Tikehau Investment Management est détenu à 96,67% par la société Tikehau Capital, tête du groupe Tikehau. Le solde du capital est détenu par plusieurs personnes physiques parmi lesquels figure l'apporteur.

L'introduction en bourse de Tikehau Capital SCA, en mars 2017, crée des conditions nouvelles d'accès à une liquidité de marché pour les actionnaires de la société tête du groupe.

L'opération envisagée consiste en un apport de titres Tikehau Investment Management réalisé par [REDACTED] à la société Tikehau Capital. Elle vise à offrir à l'apporteur des perspectives plus claires sur une liquidité de ses titres, en lui permettant de détenir directement des titres de la société tête du groupe.

1.2. Présentation des participants à l'opération d'apport

1.2.1. Société bénéficiaire

La société Tikehau Capital est une société en commandite par actions dont le siège social est situé au 32 rue de Monceau, à Paris (75008). La société est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 477 599 104.

Au terme de l'augmentation de capital réalisée le 24 juillet 2017, et à la date du présent rapport, son capital social s'élève à 1.233.596.976 €, divisé en 102.799.478 actions de 12 € de valeur nominale, entièrement libérées et de même catégorie.

Les actions de Tikehau Capital sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris (Code ISIN FR0013230612).

Tikehau Capital est la société de tête du groupe Tikehau Capital.

Selon les statuts, Tikehau Capital a principalement pour objet la prise de participation directe ou indirecte, la réalisation d'investissements dans le domaine de l'immobilier ainsi que dans les petites et moyennes entreprises, la gestion, l'administration et la cession ou liquidation, dans les meilleures conditions, de ces participations.

Tikehau Capital détient 96,67% du capital de Tikehau Investment Management, le solde du capital étant détenu par les salariés de la société (3,33%).

1.2.2. Appporteur

L'apporteur, personne physique, est [REDACTED]
[REDACTED], demeurant [REDACTED].

1.2.3. Titres objets de l'apport

La société Tikehau Investment Management est une société par actions simplifiée dont le siège social est situé au 32 rue de Monceau, à Paris (75008). La société est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 491 909 446.

Son capital social s'élève à 2.528.900 €, divisé en 25.289 actions de 100 € de valeur nominale, entièrement libérées et réparties en deux catégories : 24 397 actions de catégorie A et 892 actions de préférence de catégorie B. Les actions de catégorie B bénéficient des mêmes droits pécuniaires que ceux attachés aux actions ordinaires de catégorie A mais sont dépourvues de droit de vote.

Selon ses statuts, Tikehau Investment Management a principalement pour objet la réalisation d'études, la prestation de services et la fourniture de conseils dans le domaine des investissements, notamment en instruments financiers et autres placements financiers. La société exerce son activité de société de gestion de portefeuille dans le cadre de l'agrément n° GP-07000006 reçu de l'AMF en 2007.

1.2.4. Liens entre l'apporteur et la société bénéficiaire

Le projet de Traité d'apport ne fait état d'aucun lien entre l'apporteur et la société bénéficiaire.

1.3. Description de l'opération

Les modalités de réalisation de l'opération, exposées de façon détaillée dans le projet de Traité d'apport, signé le 11 décembre 2017 peuvent se résumer comme suit.

1.3.1. Caractéristiques essentielles de l'apport

L'apport est effectué sous le régime de droit commun des apports en nature purs et simples tel que défini par les dispositions de l'article L.225-147 du Code de commerce.

Conformément aux dispositions du Code général des impôts, l'apport est effectué à titre pur et simple et donnera lieu au paiement du droit fixe prévu à l'article 810- I du Code général des impôts.

1.3.2. Conditions suspensives

Aux termes de l'article 3 du projet de Traité, l'apport est soumis aux conditions suspensives suivantes :

- la réception par la Société Bénéficiaire des rapports des commissaires aux apports d'une part sur la valeur des apports et d'autre part sur leur rémunération ;
- l'approbation par la Gérance de la Société Bénéficiaire de l'apport, de son évaluation et de sa rémunération et la réalisation de l'augmentation de capital devant en résulter ;
- la signature par l'apporteur d'un engagement de conservation d'une durée de 24 mois portant sur une fraction des actions de la Société Bénéficiaire reçues par lui en rémunération de l'apport.

La date de réalisation de l'apport est fixée à la date la plus tardive entre le 4 janvier 2018 et la date de levée de la dernière des conditions suspensives.

Les conditions suspensives devront être réalisées au plus tard le 31 janvier 2018. A défaut, le Traité d'apport sera considéré comme caduc.

1.3.3. Description des apports

L'apporteur fait apport à Tikehau Capital de 180 actions de préférence de catégorie B, représentant 0,71% du capital de Tikehau Investment Management.

1.4. Rémunération de l'apport

En rémunération de l'apport, évalué à la somme de 2.242.080 €, l'apporteur recevra 101.912 actions ordinaires de la société bénéficiaire d'une valeur nominale de 12 €, émises au prix de 22 €.

La différence entre :

- la valeur d'apport estimée des titres apportés, soit 2.242.080 €
- et la valeur nominale des actions à créer à titre d'augmentation de capital par la société Tikehau Capital, soit 1.222.944 €

constituera une prime d'apport d'un montant de 1.019.120 €, qui sera inscrite au passif du bilan de Tikehau Capital et sur laquelle porteront les droits de tous les actionnaires anciens et nouveaux.

Les actions nouvelles émises seront attribuées à l'apporteur, après renonciation expresse de celui-ci à la fraction d'action formant rompu en application de la parité retenue, soit 180 actions Tikehau Investment Management pour 101.912 actions nouvelles de Tikehau Capital.

Cette rémunération a été déterminée en fonction du rapport entre la valeur réelle des apports effectués, soit une valeur unitaire de 12.456 € par action Tikehau Investment Management apportée, et la valeur unitaire de l'action de la société bénéficiaire Tikehau Capital, fixée à 22 € d'après la valeur retenue de lors de l'augmentation de capital réalisée le 26 juillet 2017 et de l'observation de différentes moyennes du cours de bourse à la date du 8 décembre 2017.

L'apporteur souscrit, à la date du projet de Traité d'apport, un engagement de conservation pendant 24 mois d'une fraction des actions Tikehau Capital qu'il recevra en rémunération de ses apports.

2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération

2.1. Diligences mises en œuvre par les commissaires aux apports

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires des sociétés parties prenantes à l'opération sur les valeurs relatives retenues afin de déterminer le rapport d'échange et d'apprécier le caractère équitable de ce dernier.

Elle ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » menée pour un prêteur ou un acquéreur et, ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut être utilisé dans ce contexte.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaire par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission.

Dans ce cadre, nous avons notamment :

- rencontré les personnes en charge de la réalisation de l'opération, sous ces aspects financiers et juridiques ;
- pris connaissance de l'opération d'apport envisagée au moyen d'entretiens avec des représentants et des conseils des parties prenantes, afin de comprendre le contexte dans lequel elle se situe ainsi qu'analyser les modalités comptables, juridiques et fiscales envisagées ;
- examiné la documentation mise à notre disposition, et notamment le projet de Traité d'apport signé le 11 décembre 2017 ;
- contrôlé la réalité des apports et l'appréciation de la libre disponibilité des titres apportés ;
- revu des éléments financiers historiques des sociétés Tikehau Investment Management et Tikehau Capital pour leur dernier exercice clos, ainsi que les comptes établis semestriellement au 30 juin 2017. Cette revue a été complétée par la prise de connaissance des conclusions des rapports et attestations des commissaires aux comptes respectifs, qui ne font état d'aucune réserve ;
- lu les procès-verbaux des assemblées générales et des conseils d'administration des sociétés parties prenantes à l'opération ;
- pris connaissance et analysé les éléments de valorisation des titres selon différentes approches, telles qu'elles sont détaillées dans les rapports d'experts qui ont apprécié la valeur de Tikehau Investment Management dans le cadre d'opérations récentes sur le capital de la société :
 - (i) rapport du cabinet mandaté par Tikehau Investment Management pour réaliser une revue critique de la valeur retenue dans le cadre de l'augmentation de capital intervenue le 3 novembre 2016 ;
 - (ii) rapport du commissaire aux apports sur la valeur des apports de 74,1% des titres de Tikehau Investment Management à la société Tikehau Capital le 21 décembre 2016 ;
 - (iii) évaluation réalisée début 2017 par les banques présentatrices et ayant fait l'objet d'une expertise indépendante dans le contexte de l'introduction en bourse des actions de Tikehau Capital.
- identifié et apprécié d'éventuels impacts sur la valeur de Tikehau Investment Management des événements significatifs intervenus depuis l'introduction en bourse de Tikehau Capital ;
- mis en œuvre de travaux complémentaires de valorisation des titres apportés par référence aux différentes méthodes d'évaluation couramment utilisées, complétée par une analyse de sensibilité des résultats obtenus.

Nous avons obtenu une lettre d'affirmation de la part des dirigeants de Tikehau Investment Management et de Tikehau Capital confirmant notamment les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission.

Enfin, nous avons effectué les travaux complémentaires qui nous ont paru nécessaires dans le cadre de l'appréciation de la rémunération de l'apport.

2.2. Méthodes d'évaluation et valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés parties au projet de Traité d'apport

2.2.1. Valorisation des apports

Aux termes du projet de Traité d'apport, les parties sont convenues de fixer d'un commun accord la valeur des titres apportés par référence à la valeur unitaire de l'opération d'apport de 74,1% des actions de la société Tikehau Investment Management à la société Tikehau Capital, réalisée le 21 décembre 2016.

Cette valeur faisait elle-même référence à celle retenue lors de l'augmentation de capital de Tikehau Investment Management, d'un montant de 15 M€, intervenue le 3 novembre 2016, soit une valorisation totale de la société, post-opération, de 315 M€. Un évaluateur indépendant s'était prononcé sur le niveau de cette valorisation en s'appuyant sur une méthode multicritère fondée principalement sur une approche d'actualisation des flux de trésorerie (DCF) et des dividendes (DDM), ainsi que sur une approche par application de multiples d'Ebitda et d'actifs sous gestion observés pour un échantillon de sociétés cotées comparables.

2.2.2. Valeur attribuée aux actions de Tikehau Capital

La valorisation des actions de Tikehau Capital à 22 € par action a été retenue en référence au prix d'émission desdites actions lors de l'augmentation de capital, réalisée par cette dernière le 26 juillet 2017, pour un montant global de 701.874.074 €.

La valorisation a également été comparée aux moyennes de cours de bourse de l'action Tikehau Capital constatées sur la période au 8 décembre 2017, à savoir :

- Moyenne de 20 jours des cours de clôture : 21,9375 €
- Moyenne de 60 jours des cours de clôture : 22,0677 €
- Moyenne de 120 jours des cours de clôture : 22,2544 €
- Moyenne de 20 jours du cours de bourse pondéré par les volumes : 21,9630 €
- Moyenne de 30 jours du cours de bourse pondéré par les volumes : 21,9914 €

2.3. Critères d'évaluation écartés

Les approches d'évaluation suivantes ont été jugées inadaptées :

- Valeur de rendement : cette méthode consiste à évaluer une société sur la base des dividendes versés par la société. Elle dépend donc de la politique de distribution décidée et ne tient pas compte des perspectives d'investissement et d'autofinancement.
- Actif net comptable : la valeur comptable des fonds propres de la société ne reflète pas la valeur des actifs de la société. Il s'agit d'une méthode rétrospective qui ne tient pas compte de l'évolution de l'entreprise et de son potentiel.

2.4. Commentaires et/ observations sur les évaluations exposées dans le projet de Traité d'apport

Compte tenu de l'activité et de la rentabilité des sociétés concernées, par l'opération, les méthodes d'évaluation retenues pour la détermination des valeurs réelles nous semblent adaptées.

2.4.1. Appréciation des méthodes et valeurs attribuées aux actions de Tikehau Capital

Les méthodes et la valorisation retenue en référence à la dernière transaction du 26 juillet 2017 de 22 € nous paraissent appropriées.

Tikehau Capital ayant fait admettre en mars 2017 ses actions aux négociations sur le marché réglementé d'EURONEXT Paris (introduction à 21 €), l'approche retenue par les parties est confortée par la moyenne du cours de bourse.

Par ailleurs la volatilité de Tikehau Capital au titre de périodes récentes (c'est-à-dire depuis le début de sa cotation en mars 2017) ainsi que les dernières transactions effectuées sur le titre viennent également conforter la valeur de 22 €.

La méthode de l'actif net réévalué communément utilisée pour évaluer des sociétés de participations a été mise en œuvre en janvier 2017 par un cabinet indépendant. La valeur obtenue à cette date (entre 21,6 € et 22,1€) est proche de la valeur retenue lors de l'introduction en bourse de Tikehau Capital à 21 € ainsi que celle retenue lors de l'augmentation de Capital survenue en juillet 2017 à 22 €.

En conclusion, à travers la référence à une transaction récente lors de l'augmentation de capital, la méthodologie appliquée repose sur une approche multicritère confortée par des récentes transactions sur le titre dont la moyenne pondérée par les volumes est proche de la valeur retenue.

2.4.2. Appréciation des méthodes et valeurs attribuées aux actions de Tikehau Investment Management

L'approche retenue par les parties nous paraît appropriée. Elle fait référence à une valeur retenue dans deux transactions récentes sur le capital, et dont les hypothèses de développement sous-jacentes sont toujours d'actualité.

Nous avons constaté que la méthodologie mise en place pour déterminer la valeur de l'augmentation de capital de novembre 2016 s'appuie, conformément à la bonne pratique, sur une approche multicritère et est adaptée à l'activité de Tikehau Investment Management et son mode de rémunération. A ce titre, nous nous sommes assurés que le plan d'affaires établi en septembre 2016 reste pertinent et que l'actualisation des hypothèses pour l'année 2017 ne venait pas remettre en cause de manière significative la valorisation obtenue à 315 M€. Ainsi, l'actualisation des données utilisées par les méthodes de valorisation à savoir, les multiples boursiers le plan d'affaires et le taux d'actualisation ainsi que l'étude de sensibilité aux paramètres usuels ne remettent pas en cause la valeur retenue.

La reprise de cette valeur dans le cadre de l'apport des titres de Tikehau Investment Management à Tikehau Capital, en décembre 2016, a été confortée par les travaux d'introduction en bourse de Tikehau Capital. Ainsi, en janvier 2017, des travaux de valorisation du groupe Tikehau Capital réalisés par les banques et

l'expert indépendant ont porté sur le périmètre d'activité de Tikehau Investment Management. Ces différents travaux se sont appuyés sur des approches multicritères retenant, méthodes analogiques, transactions récentes sur le capital et flux de trésorerie futurs actualisés. Si ces travaux d'évaluation mettent en évidence des modalités différentes, ils confirment la pertinence du choix des méthodes ainsi que la valeur retenue.

A l'issue de la vérification de ces travaux, nous avons pu nous assurer que la valeur des titres Tikehau Investment Management était au moins égale à celle proposée dans le contrat d'apport.

En conclusion, à travers la référence à une transaction récente sur le capital, la méthodologie appliquée repose sur une approche multicritère qui a fait l'objet d'une validation par des experts à l'occasion de trois opérations distinctes venant confirmer la pertinence du choix des méthodes retenues.

2.5. Pertinence des valeurs relatives.

La rémunération retenue par les parties repose sur différentes méthodes de valorisation :

- (i) Les flux de trésorerie futurs actualisés, les multiples boursiers et les multiples de transactions comparables pour Tikehau Investment Management
- (ii) Les opérations récentes sur le capital conforté par le cours de bourse pour Tikehau Capital

Le prix par action retenu pour Tikehau Investment Management se situe légèrement en dessous de la valeur médiane de la fourchette de valeur ressortant des différentes approches mentionnées.

Le prix par action retenu pour Tikehau Capital correspond à la moyenne pondérée par les volumes des 30 derniers jours de bourse au 8 décembre 2017, étant précisé que le cours de bourse est peu volatil depuis mars 2017.

La pertinence des valeurs relatives résulte du caractère approprié des méthodes de valorisation et de la cohérence des prix par action qui sont observables au terme de leur mise en œuvre.

3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange

3.1. Rapport d'échange proposé par les parties

Les parties sont convenues de retenir un rapport d'échange de 101.912 actions Tikehau Capital pour 100 actions Tikehau Investment Management.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission pour apprécier le caractère équitable du rapport d'échange proposé par référence aux valeurs relatives des actions de Tikehau Capital et de Tikehau Investment Management.

Nous nous sommes appuyés sur les travaux précédemment décrits que nous avons mis en œuvre à l'effet de vérifier la pertinence de la valeur relative des actions des sociétés participant à l'opération, notamment en procédant à des analyses de sensibilité de la valeur réelle de chaque société à une variation de plusieurs paramètres de valorisation.

Nos diligences ont conduit à des valeurs absolues pour les actions de Tikehau Capital et de Tikehau Investment Management induisant un rapport d'échange cohérent avec celui arrêté par les parties.

3.2. Appréciation et positionnement du caractère équitable du rapport d'échange

Nous avons apprécié le caractère équitable du rapport d'échange proposé par référence aux valeurs réelles déterminées pour les deux sociétés, en rappelant qu'une partie de la valeur de Tikehau Capital est liée à celle de Tikehau Investment Management.

Nous avons notamment pris en considération, d'une part, le fait qu'une partie significative de la valeur de Tikehau Investment Management dépend de la réalisation des objectifs de développement des actifs sous gestion à horizon 2020, et, d'autre part, la portée de l'engagement de conservation pris par l'apporteur dans le contexte de volumes de transaction limités sur le titre Tikehau Capital.

Aussi, nous n'avons pas relevé d'élément susceptible de remettre en cause significativement les valeurs retenues dans le projet de Traité d'apport, qui ont été déterminées selon des critères de valorisation pertinents.

4. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le rapport d'échange de 180 actions de préférence Tikehau Investment Management pour 101.912 actions Tikehau Capital arrêté par les parties, présente un caractère équitable.

Fait à Paris et Fontainebleau, le 20 décembre 2017

Les commissaires aux apports,

ADVOLIS

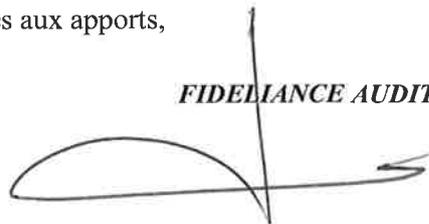


Hugues de Noray

Commissaire aux comptes

Membre de la Compagnie régionale de Paris

FIDELIANCE AUDIT



Jean-Luc Flabeau

Commissaire aux comptes

Membre de la Compagnie régionale de Paris

